

1 Einleitung

1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Der Gewinn eines Unternehmens ist die zentrale Größe, um seine wirtschaftliche Leistung zu beurteilen. Nur ein profitables, d.h. Gewinne erwirtschaftendes Unternehmen kann langfristig bestehen. Daher knüpfen Investoren¹ ihre Investitionsentscheidungen in wesentlichem Maße an die von einem Unternehmen erwirtschafteten Gewinne.² Gewinne stellen eine zentrale Einflussgröße in Unternehmensbewertungsmodellen dar.³ Es wird davon ausgegangen, dass der Aktienkurs den zukünftig erwarteten Unternehmenswert widerspiegelt.⁴ Empirisch zeigt sich dies daran, dass Veröffentlichungen von Unternehmensgewinnen Aktienkursreaktionen auslösen können. Dies ist der Fall, wenn die neu veröffentlichten Gewinne Informationen enthalten, die die Erwartungen von Investoren bezüglich des Unternehmenswertes verändern.⁵ In der Literatur haben sich sogenannte *Gewinnschwellen* als relevant bei der Beurteilung veröffentlichter Gewinne durch Investoren herausgestellt. Diese sind *ein Gewinn von null*, d.h. *kein Verlust, der Gewinn des Vorjahres oder Vorjahresquartals* und die *Konsensprognose des Gewinns* durch Analysten.⁶ Diese Gewinnschwellen können einerseits als Bezugspunkte für zukünftig erwartete Gewinne aufgefasst werden, gegenüber welchen die veröffentlichten Gewinne beurteilt werden.⁷ Es finden sich jedoch andererseits Belege, dass auch *Gewinnschwellen an sich*, d.h. die reine Existenz einer Abweichung des veröffentlichten Gewinns von den Gewinnschwellen ohne Berücksichtigung der Höhe der Abweichung, Bewertungskonsequenzen am Kapitalmarkt auslösen.⁸ Die Bewertungsrelevanz von Gewinnschwellen an sich wird einerseits durch psychologische Phänomene, die im Rahmen der Behavioral Finance beschrieben werden, erklärt.⁹ Gleichzeitig lässt sich jedoch auch nachweisen, dass eine Orientierung an Gewinnschwellen durch Investoren rational sein kann, da ein Erreichen oder Übertreffen von Gewinnschwellen für eine stärkere künftige finanzielle Leistung von Unternehmen und

¹ Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird in der vorliegenden Arbeit das generische Maskulinum verwendet, die Ausführungen beziehen sich jedoch stets auf alle Geschlechter.

² Vgl. Degeorge/Patel/Zeckhauser (1999): 29.

³ Vgl. Dechow/Schrand (2004): 9, Koch (2005): 56, Mondello (2017): 442.

⁴ Vgl. MacKinlay (1997): 13, Dechow/Schrand (2004): 9.

⁵ Vgl. Collins/Kothari (1989): 143f.

⁶ Vgl. Degeorge/Patel/Zeckhauser (1999): 8, Holzapfel (2004): 6.

⁷ Vgl. Holzapfel (2004): 34, 56.

⁸ Vgl. z.B. Eisele (2012): 83, 90.

⁹ Vgl. für eine Auflistung Kapitel 2.7.1.

ein allgemein kompetenteres Management sprechen kann.¹⁰ Unabhängig von der Begründung der Orientierung an Gewinnschwellen ist diese weit verbreitet und sie werden als Bezugspunkte etwa bei Vertragsabschlüssen oder regulatorischen Vorgaben herangezogen.¹¹

Aufgrund der hohen Relevanz, die Gewinnschwellen zukommt, gibt es Belege, dass Unternehmen einerseits Gewinnsteuerung und andererseits Erwartungssteuerung vornehmen, um ein Erreichen der Gewinnschwellen sicherzustellen. Während Gewinnsteuerung darauf abzielt, die Höhe des veröffentlichten Gewinns direkt zu beeinflussen, versuchen Unternehmen mittels Erwartungssteuerung, die Höhe der Gewinnschwelle der Konsensanalystenprognose zu verändern, sodass diese durch die veröffentlichten Gewinne erreicht werden kann.¹²

Die Gewinne von Unternehmen und speziell das Erreichen von Gewinnschwellen durch Unternehmen sind in Folge der im Jahr 2020 beginnenden Corona-Krise deutlich in den Fokus gerückt. Viele Unternehmen waren in erheblichem Ausmaß von der Krise betroffen, da ihre Geschäftstätigkeit durch Störungen der Lieferketten nachhaltig beeinträchtigt oder ihnen sogar ganz untersagt wurde. Exemplarisch zeigt sich dies an Schlagzeilen wie „Gewinnwarnung: Die Corona-Pandemie wirft Bayer zurück – Aktie bricht ein“¹³, „Wegen Corona-Krise: VW kann Gewinnschwelle in USA 2020 nicht knacken“¹⁴ oder „Eurowings will trotz Corona 2021 Gewinnschwelle erreichen“.¹⁵ Wie stark die Gewinne von Unternehmen durch die Corona-Krise, insbesondere zu deren Beginn, unter Druck geraten sind, zeigt sich auch daran, dass es 2020 die höchste Anzahl an Gewinn- bzw. Umsatzwarnungen von Unternehmen des Prime Standards innerhalb der letzten zehn Jahre gegeben hat.¹⁶ Auch in den USA wurden von vielen Unternehmen bereits herausgegebene Prognosen zurückgezogen und teilweise nicht durch neue Prognosen ersetzt.¹⁷ Dies unterstreicht die Schwierigkeit der Erwartungsbildung bezüglich künftiger Gewinne in Krisenzeiten.

Die Corona-Krise wird in der Literatur als eine in ihrem Umfang und ihren Auswirkungen präzedenzlose Krise beschrieben, da sie aufgrund ihrer Einzigartigkeit und Neuheit in keiner

¹⁰ Vgl. Bartov/Givoly/Hayn (2002): 198f., Byun/Roland-Luthecke (2014): 848.

¹¹ Vgl. für eine Auflistung konkreter Anreize für die Orientierung an Gewinnschwellen Kapitel 2.8.

¹² Vgl. Matsumoto (2002): 484.

¹³ Fröndhoff (2020): o. S.

¹⁴ Automobilwoche (2020): o. S.

¹⁵ Aero International (2020): o. S.

¹⁶ Vgl. Knarse/Steinbach (2021): 3f.

¹⁷ Vgl. Aaron et al. (2021): 1–3, Hope et al. (2023): 2320.

Weise zu erwarten war oder antizipiert wurde.¹⁸ In der Corona-Krise zeigte sich zudem die für Krisen typische extrem hohe Unsicherheit.¹⁹ Während die Corona-Krise aufgrund ihres Ursprungs als Pandemie eine Besonderheit darstellt, zeigt sich, dass das aktuelle Unternehmensumfeld grundsätzlich durch eine Vielzahl von Krisen gekennzeichnet ist. Es wird erwartet, dass Unternehmen in Zukunft noch stärker von im Vorhinein nicht antizipierbaren Krisen betroffen sein werden. Da diese in bis zu ihrem Eintritt unbekannter Weise auftreten, können sich Unternehmen auf derartige Krisen kaum oder gar nicht vorbereiten. Dies erhöht die Unsicherheit, mit der Unternehmen konfrontiert sind.²⁰

Diese Krisen inhärente hohe Unsicherheit betrifft auch Investoren im Rahmen ihrer Unternehmensbewertung und der damit zusammenhängenden Einpreisung von Gewinninformationen in den Aktienkurs. Investoren könnten unsicher sein, inwiefern in einer Krisenperiode erwirtschaftete Gewinne aussagekräftig für künftige Gewinne sind, d.h. wie hoch die Persistenz der Gewinne ist.²¹ Sie könnten sich daher verstärkt auf Gewinnschwellen konzentrieren, worauf die oben genannten Zitate einen Hinweis liefern könnten. Gleichzeitig könnten jedoch auch Zweifel an der Aussagekraft des Erreichens von Gewinnschwellen in Krisenzeiten bestehen, ebenso wie Zweifel an der Aussagekraft der Höhe der erwirtschafteten Gewinne bestehen könnten. Aufgrund der in der vorliegenden Literatur herausgestellten hohen Relevanz von Gewinnschwellen und der gleichzeitig zunehmenden Krisenbetroffenheit von Unternehmen, die diese Relevanz in Frage stellen könnte, wird daher die übergeordnete Forschungsfrage dieser Arbeit formuliert als:

Verändert sich die Bedeutung von Gewinnschwellen in Krisenzeiten?

Diese übergeordnete Forschungsfrage wird in der vorliegenden Arbeit in zwei Forschungsfragen aufgeteilt, die sich auf verschiedene Zeiträume, einerseits den der Erwirtschaftung und andererseits den der Veröffentlichung der Gewinne, beziehen. Zunächst wird der Zeitraum der tatsächlichen Erwirtschaftung der Gewinne, also das Geschäftsjahr, betrachtet. Wie bereits beschrieben, können Unternehmen, sollten ihre erwirtschafteten Gewinne die Gewinn-

¹⁸ Vgl. Jauernig/Stotz (2020): o. S., Amankwah-Amoah/Khan/Wood (2021): 179, Hassan et al. (2023): 5.

¹⁹ Vgl. Orthey (2020): 1, Steinberg et al. (2022): 200.

²⁰ Vgl. Burmann/Freiling/Hülsmann (2005a): 5f., Buchanan/Denyer (2013): 205, Alvarez/Afuah/Gibson (2018): 170, Wenzel/Stanske/Lieberman (2020): V8, Amankwah-Amoah/Khan/Wood (2021): 182f.

²¹ Vgl. Williams (2015): 790.

schwelen von sich aus nicht erreichen, Maßnahmen der Gewinnsteuerung und der Erwartungssteuerung ergreifen. Da die Einpreisung veröffentlichter Gewinninformationen insbesondere von den vorher erwarteten Gewinnen und der Abweichung von diesen im Sinne von unerwarteten Gewinnen abhängt, konzentriert sich die vorliegende Arbeit auf die Erwartungssteuerung. Erwartungssteuerung kann nur hinsichtlich der Gewinnschwelle der Konsensanalystenprognose erfolgen, da nur diese Gewinnschwelle nicht exogen vorgegeben ist, sondern durch Unternehmen beeinflusst werden kann.²² Erwartungssteuerung wird also in der vorliegenden Arbeit als ein Einwirken von Unternehmen auf die Konsensanalystenprognose aufgefasst. Da dieses nicht direkt beobachtet werden kann, werden verschiedene in der Literatur etablierte Proxy-Variablen zur Messung von Erwartungssteuerung betrachtet. Eine veränderte Bedeutung von Gewinnschwellen in Krisenzeiten kann sich an einer verstärkten oder abgeschwächten Erwartungssteuerung im Laufe des Geschäftsjahres äußern. Ob das Unternehmensmanagement in Krisenzeiten verstärkt Erwartungssteuerung vornimmt, zeigt an, wie wichtig ihm ist, dass die Gewinnschwelle der Konsensanalystenprognose erreicht wird.

Die Konzentration der vorliegenden Arbeit auf Erwartungssteuerung erfolgt vor dem Hintergrund, dass Erwartungssteuerung gegenüber Gewinnsteuerung deutlich weniger erforscht ist.²³ Da Gewinnsteuerung im Hinblick auf Gewinnschwellen bereits umfangreich in der vorliegenden Literatur behandelt wird,²⁴ wird diese nicht mehr näher vertieft. Die Erwartungssteuerung deutscher Unternehmen wurde bisher nur sehr vereinzelt untersucht und in keiner Studie in dem in dieser Arbeit vorgenommenen Umfang unter Heranziehung diverser Proxy-Größen für Erwartungssteuerung. Eine mögliche Veränderung von Erwartungssteuerung in Krisenzeiten bzw. unter erhöhter Unsicherheit wurde bisher in Deutschland nicht untersucht. International kann nur die Studie von *Beccalli et al. (2015)* identifiziert werden, die jedoch nur eine einzige Proxy-Größe für Erwartungssteuerung betrachtet und sich ausschließlich auf europäische Banken im Zeitraum der Bankenkrise bezieht.²⁵ Das erste Ziel der vorliegenden Arbeit ist es daher, diese Forschungslücke zu schließen und Schlussfolgerungen über eine möglicherweise veränderte Erwartungssteuerung in Krisenzeiten abzuleiten. Zu diesem Zweck wird die folgende Forschungsfrage abgeleitet:

²² Vgl. Degeorge/Patel/Zeckhauser (1999): 8, Dechow/Schrand (2004): 53.

²³ Vgl. Matsumoto (2002): 484.

²⁴ Beispielsweise von Habib/Hansen (2008): 25-70, Burgstahler/Chuk (2017): 726-749 und Eisele (2012): 1-225.

²⁵ Vgl. Beccalli et al. (2015): 242, 249.

Forschungsfrage 1: Verändert sich in der Krise die Erwartungssteuerung in Bezug auf die Gewinnschwelle der Konsensanalystenprognose?

Die zweite Forschungsfrage untersucht eine mögliche veränderte Bedeutung von Gewinnschwellen in Krisenzeiten, indem der Zeitraum unmittelbar um die Gewinnbekanntgabe betrachtet wird. Die Entscheidungsrelevanz von Gewinnen, d.h. inwiefern veröffentlichte Gewinne Investorenerwartungen bezüglich des künftigen Unternehmenswertes beeinflussen und im Zuge dessen Aktienkursreaktionen auslösen, wird üblicherweise mittels einer kurzfristigen Ereignisstudie gemessen.²⁶ Es kann vielfach gezeigt werden, dass sowohl die Höhe der Abweichung der veröffentlichten Gewinne von der jeweiligen Gewinnschwelle als auch Gewinnschwellen an sich Kapitalmarktreaktionen auslösen. Dabei wird insgesamt auf die Höhe des Übertreffens der jeweiligen Gewinnschwelle und auf das Übertreffen von Gewinnschwellen an sich positiv reagiert sowie auf die Höhe des Verfehlens der jeweiligen Gewinnschwelle und auf das Verfehlen von Gewinnschwellen an sich negativ reagiert, wobei diese Ergebnisse jedoch nicht für jeden Zeitraum und jede Stichprobe festgestellt werden können.²⁷ Diese Reaktionen auf Gewinnschwellen könnten sich jedoch in Krisenzeiten ändern, insbesondere vor dem Hintergrund, dass es Investoren in Krisenzeiten schwerfallen könnte, die Persistenz der veröffentlichten Gewinne zu beurteilen.

So finden sich in der bestehenden Literatur gegensätzliche Ergebnisse, die einerseits zeigen, dass Investoren in Krisenzeiten vor allem negativen Neuigkeiten eine hohe Persistenz und Verlässlichkeit zuschreiben und somit ein Verfehlen von Gewinnschwellen stärker abstrafen. Ein Übertreffen von Gewinnschwellen erfährt hingegen eine abgeschwächte Marktreaktion.²⁸ Andererseits zeigen empirische Belege, dass Investoren in Krisenzeiten bzw. unter Unsicherheit erwirtschaftete Gewinne auch als wenig persistent und eher zufällig wahrnehmen können. Dementsprechend bestrafen sie verfehlt Gewinnschwellen weniger und belohnen übertroffene Gewinnschwellen teilweise stärker.²⁹ Eine methodische Einschränkung der vorliegenden Studien ist, dass sie überwiegend nur die Höhe des Übertreffens oder Verfehlens von Gewinnschwellen betrachten, die Gewinnschwellen an sich sowie die geringfügigen Bereiche um

²⁶ Vgl. MacKinlay (1997): 13.

²⁷ Vgl. den Literaturüberblick in Kapitel 2.10.2.

²⁸ Vgl. Bird/Yeung (2012): 310, Williams (2015): 787, 790, Shin (2019): 98.

²⁹ Vgl. Conrad/Cornell/Landsman (2002): 2522, 2530, Stein/Wang (2016): 24–26.

diese jedoch nicht.³⁰ Zudem wird eine möglicherweise veränderte Reaktion auf die Gewinnschwelle der Erwirtschaftung eines Gewinns von null nicht betrachtet. Eindeutige Belege über eine veränderte Kapitalmarktreaktion auf Gewinnschwellen in Krisenzeiten liegen also nicht vor. Daher ist es das zweite Ziel der vorliegenden Arbeit, für alle drei in der Literatur als relevant identifizierten Gewinnschwellen zu untersuchen, ob sich die Kapitalmarktreaktion auf diese in Krisenzeiten verändert, um Schlüsse über ein möglicherweise verändertes Investorenverhalten in Krisenzeiten ziehen zu können. Es ergibt sich damit die folgende Forschungsfrage:

Forschungsfrage 2: Verändert sich in der Krise die Kapitalmarktreaktion auf das (Über-)Treffen bzw. Verfehlen von Gewinnschwellen?

Da aus der vorliegenden Literatur abgeleitet werden kann, dass nicht nur die Höhe des Übertreffens oder Verfehlens von Gewinnschwellen und das Übertreffen oder Verfehlen von Gewinnschwellen an sich Bewertungskonsequenzen auslösen können, sondern insbesondere auch der geringfügige Bereich um Gewinnschwellen für Investoren relevant ist,³¹ wird dieser in einer separaten Analyse zusätzlich betrachtet.

Da Unternehmen in Zukunft in verstärktem Maße mit Krisen und mit der ihnen inhärenten Unsicherheit konfrontiert sein werden, ist es für Investoren relevant zu erfahren, wie sich diese auf die vom Management ergriffenen Maßnahmen auswirken. Investoren müssen beurteilen, ob sie ihre Erwartungen auf die Konsensprognosen von Analysten stützen können, oder ob diese Prognosen in erhöhtem Maße durch Erwartungssteuerung seitens der Unternehmen beeinflusst sein könnten. Dies würde bei Investoren möglicherweise gewisse Anpassungen ihrer Gewinnerwartungen erforderlich machen. Die vorliegende Arbeit kann also Implikationen bezüglich der Erwartungsbildung seitens der Investoren in Krisenzeiten bieten.

Gleichzeitig kann es für das Management von Interesse sein, zu erfahren, auf welche Gewinngrößen Investoren in Krisenzeiten Wert legen bzw. wie das Management seine Fähigkeiten

³⁰ Dies wird bereits von Shin (2019): 99f. festgestellt, dessen Studie die einzige identifizierte Studie ist, die den geringfügigen Bereich um die Analystenprognose betrachtet. Auch hier werden jedoch keine Dummy-Variablen genutzt, die die Marktreaktion auf ein Übertreffen von Gewinnschwellen an sich in Krisenzeiten abbilden.

³¹ Dies geht insbesondere aus dem in Kapitel 2.6 vorgestellten Modell der nichtlinearen Beziehung zwischen unerwarteten Gewinnen und Marktreaktionen von *Freeman/Tse (1992)* und aus der in Kapitel 2.7.1.2 vorgestellten Prospect Theory von *Kahneman/Tversky (1979)* hervor.

und die Krisenresilienz des Unternehmens gegenüber Investoren signalisieren kann. Unternehmen sind grundsätzlich bestrebt, einen hohen Aktienkurs aufrecht zu erhalten. Aus diesem Grund sind Informationen darüber, welche Faktoren den Aktienkurs beeinflussen können, von Interesse. Auf Seiten der Standardsetzer sind Erkenntnisse bezüglich der Entscheidungsrelevanz der ermittelten Gewinngrößen von Interesse, da die von Unternehmen veröffentlichten Gewinne auch in Krisenzeiten einen Informationsgehalt für den Kapitalmarkt aufweisen sollten. Allgemein können die Erkenntnisse der vorliegenden Arbeit einen Beitrag zum besseren Verständnis des Verhaltens der Akteure am Kapitalmarkt in Krisenzeiten leisten.

Aus wissenschaftstheoretischer Sicht wird mit beiden untersuchten Forschungsfragen beabsichtigt, den Ist-Zustand zu beschreiben und zu erklären, wodurch die vorliegende Arbeit dem positiven Forschungsansatz zuzuordnen ist.³² Diesem Ansatz zufolge werden zunächst Begriffe und Definitionen präzisiert, um daran anknüpfend Ursache-Wirkungszusammenhänge abzuleiten.³³ Um die beiden Forschungsfragen zu beantworten, wird ein deduktives sowie kritisch-rationales Verfahren angewandt. Dies bedeutet, dass Hypothesen auf Basis theoretischer Erwägungen und bisheriger empirischer Erkenntnisse abgeleitet und anschließend einer empirischen Überprüfung unterzogen werden.³⁴

1.2 Gang der Untersuchung

Die vorliegende Arbeit gliedert sich in acht Kapitel. Das zentrale Themenfeld der vorliegenden Arbeit bilden Gewinnschwellen, deren Grundlagen in Kapitel 2 erläutert werden. Da Gewinnschwellen sich aus den Gewinnen von Unternehmen ergeben, stellt Kapitel 2.1 zunächst dar, dass Gewinne die zentrale entscheidungsrelevante Größe für Investoren sind. Anschließend wird in Kapitel 2.2 eine Definition von Gewinnschwellen vorgenommen. Gewinnschwellen sind insbesondere deshalb für Investoren relevant, da sie als Bezugspunkte der Erwartungen von Investoren aufgefasst werden können. Aus diesem Grund beleuchtet Kapitel 2.3 Gewinnerwartungen am Kapitalmarkt näher und stellt dar, wie Erwartungen entstehen, wie auf ihrer Basis Entscheidungen getroffen werden können und wie Gewinnerwartungen konkret gemessen werden können. Eine zentrale Annahme bei der Untersuchung von Investorenreaktionen auf veröffentlichte Gewinne und auf Gewinnschwellen ist, dass Gewinne von Investoren zur

³² Vgl. Fülbier (2004): 267. Davon abzugrenzen ist der normative Forschungsansatz, der sich mit der Identifikation eines Sollzustandes befasst, vgl. Fülbier (2004): 267.

³³ Vgl. Fülbier (2004): 267, Kornmeier (2007): 25.

³⁴ Vgl. Fülbier (2004): 268, Kornmeier (2007): 41.

Beurteilung des Unternehmenswertes herangezogen werden. Kapitel 2.4 zeigt, wie diese Annahme theoretisch fundiert werden kann. Damit tatsächlich eine zeitnahe Kapitalmarktreaktion auf neue Gewinninformationen erfolgt, muss Markteffizienz gegeben sein. Deren verschiedene mögliche Stufen werden in Kapitel 2.5 erläutert. Kapitel 2.6 stellt ein Modell zur Abbildung einer nichtlinearen Beziehung zwischen unerwarteten Gewinnen und Marktreaktionen vor, welches die Bewertungsrelevanz des geringfügigen Bereichs um Gewinnschwellen begründet. In Kapitel 2.7 wird aufgezeigt, welche theoretischen Erklärungsansätze für Gewinnschwellen es innerhalb der Behavioral Finance gibt, und Kapitel 2.8 stellt konkrete Anreize für eine Orientierung an Gewinnschwellen dar. Anschließend wird in Kapitel 2.9 untersucht, inwiefern eine Orientierung von Investoren an Gewinnschwellen auf Basis der bis dahin vorgenommenen Erläuterungen mit dem Konzept der Markteffizienz vereinbar ist. Dies ist eine wichtige Voraussetzung, um Gewinnschwellen im späteren empirischen Teil der Arbeit mittels einer Ereignisstudie untersuchen zu können. Schließlich werden in Kapitel 2.10 Ansätze dargestellt, mit denen das Verhalten sowohl von Unternehmen als auch von Investoren um Gewinnschwellen herum untersucht werden kann und bisherige empirische Erkenntnisse zu diesem werden dargelegt.

Die erste Forschungsfrage der vorliegenden Arbeit befasst sich mit Erwartungssteuerung im Hinblick auf die Gewinnschwelle der Analystenprognose. Kapitel 3 stellt daher die diesbezüglichen theoretischen Grundlagen dar. Zunächst wird die besondere Relevanz der Gewinnschwelle III, der Analystenprognose, in Kapitel 3.1 herausgestellt, die deren separate Untersuchung im Rahmen der ersten Forschungsfrage rechtfertigt. Die Existenz von Informationsintermediären, innerhalb derer die Analysten die wichtigste Gruppe bilden, in einem effizienten Kapitalmarkt ist nicht trivial und wird daher in Kapitel 3.2 theoretisch hergeleitet. Kapitel 3.3 befasst sich ausführlicher mit Analysten als den Erschaffern der dritten Gewinnschwelle. Insbesondere die Interessenskonflikte von Analysten begründen die Erwartungssteuerung, die in Kapitel 3.4 beleuchtet wird.

Da in der vorliegenden Arbeit eine mögliche Verhaltensänderung von Unternehmen, Analysten und Investoren in Krisenzeiten untersucht werden soll, werden Krisen in Kapitel 4 behandelt. Die Kategorisierung von Krisen in der vorliegenden Literatur wird vorgestellt (Kapitel 4.1) und Unsicherheit wird als ein zentraler Bestandteil von Krisen herausgearbeitet (Kapitel 4.2). Die Operationalisierung von Krisenzeiten in der vorliegenden Arbeit anhand der Corona-Krise

wird in Kapitel 4.3 begründet. Die zunehmende Betroffenheit von Unternehmen durch Krisen wird in Kapitel 4.4 erörtert.

In Kapitel 5 erfolgen die Abgrenzung der vorliegenden Arbeit von bereits bestehenden empirischen Erkenntnissen und die Formulierung der Hypothesen jeweils separat für Forschungsfrage 1 in Kapitel 5.1 und für Forschungsfrage 2 in Kapitel 5.2.

Kapitel 6 widmet sich der empirischen Untersuchung der Hypothese bezüglich der ersten Forschungsfrage. Zunächst wird die Datenbasis in Kapitel 6.1 hergeleitet. Anschließend erfolgen die genaue Spezifikation des empirischen Modells und die Herleitung der Kontrollvariablen in Kapitel 6.2. Die erste Hypothese wird anhand einer logistischen Regressionsanalyse überprüft. Deren Methodik wird in Kapitel 6.3 vorgestellt und ihre Annahmen überprüft. Die deskriptiven Ergebnisse werden in Kapitel 6.4 berichtet, bevor Kapitel 6.5 die multivariaten Ergebnisse vorstellt. In Kapitel 6.6 wird die Robustheit der Ergebnisse anhand von Sensitivitätsanalysen getestet.

Kapitel 7 untersucht die Hypothesen bezüglich der zweiten Forschungsfrage und weist im Wesentlichen den gleichen Aufbau wie Kapitel 6 auf. Da zur Operationalisierung der abhängigen Variable eine vorgelagerte Ereignisstudie notwendig ist, wird deren Konzeption anfänglich in Kapitel 7.1 erläutert. Anschließend stellt Kapitel 7.2 die genaue Datenbasis der zweiten empirischen Untersuchung dar. Die Modellspezifikation und die Herleitung der Kontrollvariablen werden in Kapitel 7.3 beschrieben. Zur Überprüfung der Hypothesen wird die OLS-Regressionsanalyse verwendet, deren Methodik in Kapitel 7.4 dargestellt wird. Ebenso werden ihre Annahmen überprüft. Kapitel 7.5 berichtet die deskriptiven Ergebnisse und Kapitel 7.6 die der multivariaten Analyse. In Kapitel 7.7 wird die Robustheit der Ergebnisse überprüft. Als weitere Analyse wird in Kapitel 7.8 zusätzlich der geringfügige Bereich um Gewinnschwellen betrachtet, um weiterführende Erkenntnisse bezüglich ihrer Bedeutung ableiten zu können.

In Kapitel 8 erfolgt die Schlussbetrachtung. Die zentralen Ergebnisse und Implikationen der Arbeit werden zusammengefasst. Die Grenzen der vorliegenden Arbeit werden aufgezeigt und auf ihrer Grundlage wird weiterer Forschungsbedarf abgeleitet.

2 Gewinnschwellen

Das zweite Kapitel befasst sich mit Gewinnschwellen, die das zentrale Themenfeld der vorliegenden Arbeit bilden. Ausgehend von Gewinnen allgemein soll im Nachfolgenden hergeleitet werden, wieso speziell Gewinnschwellen bewertungsrelevant für Investoren sein können. Zunächst wird in Kapitel 2.1 aufgezeigt, warum Gewinne die zentrale entscheidungsrelevante Größe für Investoren darstellen. Im Anschluss erfolgt in Kapitel 2.2 die Definition von Gewinnschwellen. Diese beschreiben, dass die erwirtschafteten Gewinne besonderen Kriterien entsprechen. Zentral für die Beurteilung veröffentlichter Gewinne sind die vorab erwarteten Gewinne. Daher behandelt Kapitel 2.3 Gewinnerwartungen am Kapitalmarkt. Kapitel 2.4 zeigt verschiedene Modelle auf, die begründen, wie sich veröffentlichte Gewinne in Kapitalmarktreaktionen übersetzen. Die Voraussetzung dafür ist die Markteffizienz, welche in Kapitel 2.5 vorgestellt wird. Das Modell der nichtlinearen Beziehung zwischen unerwarteten Gewinnen und Marktreaktionen, welches in Kapitel 2.6 vorgestellt wird, legt den Fokus speziell auf den geringen Bereich um Gewinnschwellen. Um die Relevanz von Gewinnschwellen an sich zu begründen, werden anschließend die Behavioral Finance (Kapitel 2.7) und konkrete Anreize für die Orientierung an Gewinnschwellen (Kapitel 2.8) dargelegt. Es wird diskutiert, inwiefern eine Orientierung an Gewinnschwellen mit der in Kapitel 2.5 dargestellten Markteffizienz vereinbar ist (Kapitel 2.9), bevor in Kapitel 2.10 konkrete empirische Untersuchungen zu Gewinnschwellen vorgestellt werden.

2.1 Gewinne als zentrale entscheidungsrelevante Größe für Investoren

Gewinne stellen das zentrale finanzielle Ergebnis der wirtschaftlichen Aktivität eines Unternehmens dar. Ein Unternehmen, das langfristig bestehen möchte, muss Gewinne erwirtschaften bzw. profitabel sein. Daher kommt Gewinnen bei der Beurteilung eines Unternehmens eine immense Bedeutung zu.³⁵ In erster Linie zeigt der Gewinn eines Geschäftsjahres die wirtschaftliche Leistung innerhalb dieses Geschäftsjahres.³⁶

³⁵ Vgl. DeGeorge/Patel/Zeckhauser (1999): 29.

³⁶ Vgl. Dechow/Schrand (2004): 16.